International Development Information Centre

# DEVELOPMENT EXPRESS

No. 1 1998

## Private Capital Flows to Developing Countries

**by Nihal Kappagoda***

The role of private foreign capital in the developing countries has increased sharply in the past ten years — because of higher returns, risk diversification, financial deregulation, advances in technology, and the availability of diverse financial instruments, all fuelling the globalization of financial markets.

Asia's recent experience highlights the problem of volatility, and raises serious questions about the advisability and speed of the movement of developing and transition economies toward full convertibility of capital account transactions. Each time major events cause instability (oil shock 1973, debt crisis 1982, stock market collapse 1987, Mexican currency crisis 1994-95) the international community responds with solutions, hoping the lessons learnt will enable the cause of instability to be dealt with better in future. Asia's troubles have been caused by new problems related to private financial flows, and a return to orderly economic activity could take long, even 3-5 years.

This paper explores these issues by:

- studying the changing pattern of external resource flows,
- discussing some questions related to negotiations for the Multilateral Agreement on Investments (MAI); and
- analysing the importance of macroeconomic policies, sound financial systems, and corporate governance for managing private financial flows.

It reviews problems in Asia (Indonesia, Korea, Thailand) and Latin America (Mexico, Chile) and the role of the International Monetary Fund (IMF), then draws lessons for developing countries relying on private capital to compensate for declining aid levels.

### Foreign investment

The share of private foreign capital in aggregate net resource flows to developing countries soared from 45 per cent in 1985 to 86 per cent in 1996. This capital has three components: private nonguaranteed (PNG) debt; foreign direct investment (FDI, made up of equity flows, reinvested earnings and intercompany debt); and portfolio investment (equity flows and debt securities). The equity share in both FDI and portfolio investments rose from 17 per cent in 1985 to 55 per cent in 1996.

Net private capital flows in 1996 completely overshadowed official flows: at about $240 billion, they were almost six times the 1990 private flows, and almost four times the highest level during the bank lending boom of 1978-82.

Flows to developing countries have changed in the 1990s:

- Private flows were lower than official flows in 1991 but six times higher than them by 1996.
- Debt flows were almost 90 per cent of private capital in 1980 but only 38 per cent in 1990 and 37 in 1996.
- Commercial bank lending was two-thirds of private debt flows in 1980, fell in absolute terms after the boom ended, and exceeded the 1980 level only in 1996, when it accounted for 39 per cent.
- This decade's revival in private debt flows is due to bond issues (5 per cent in 1980, 14 per cent in 1990, and 52 per cent in 1996).
- FDI, the largest item in private capital flows since the lending boom, accounted for 55 per cent of the total in 1990, and 45 per cent in 1996.

*Français au verso*

* This EXPRESS was written by Nihal Kappagoda. Opinions expressed in this article are those of the author and do not necessarily reflect CIDA policy. The contents of these circulars should in no way be viewed as modifying or updating any of the Agency's existing policies.

Canadian International Development Agency | Agence canadienne de développement international

# 2 DEVELOPMENT EXPRESS

- Portfolio equity flows grew, first exceeding 10 per cent of the total in 1992, climbing to 29 per cent in 1993, and declining to 19 per cent in 1996 (though still higher in absolute terms).

The past decade brought other important changes. Developing countries received 15 per cent of global FDI flows in 1990, but 40 per cent in 1996 (concentrated in about 20 countries) — and 2 per cent of global portfolio equity flows in 1990, but 30 per cent in 1996. As a share of domestic investment, private flows rose from 4 per cent in 1990 to 20 per cent in 1996; they went increasingly to the private sector, and the bulk was mobilized through capital markets. Statistics for 1997 will again show significant changes in the pattern of private capital flows.

*FDI*

Foreign direct investment benefits the host country by boosting physical capital formation, human resource development, know-how, and foreign trade opportunities. Multiplier effects also lead to a positive correlation between FDI and economic growth, reinforced when there is a hospitable economic environment and adequate government investment in social and physical infrastructure. These benefits should be measured not merely by the amount of financial flows, but by the contribution made to the real economy through capacity and technological development, exports and growth.

Cross-border mergers and acquisitions largely drove the increase in global FDI in the '90s, but privatization projects drew FDI to developing countries (especially in Latin America), with investors attracted by infrastructure projects. Continuing privatization, not readily accepted in many countries, will depend more on political and social factors than economic.

Distribution of FDI is uneven between and within regions. In 1996, East Asia and the Pacific received 44 per cent of combined FDI and portfolio investment in developing countries, and Latin America and the Caribbean 31 per cent, while sub-Saharan Africa received only 3 per cent, and the Middle East/North Africa, 1 per cent. Together, China, Indonesia, Malaysia and Thailand received 94 per cent of their region's total FDI while Mexico, Brazil, Argentina and Chile received 62 per cent of theirs. Flows to Eastern Europe and Central Asia grew in 1995 and 1996 (notably Poland and Hungary). Other regions, with less hospitable investment regimes and policy environments than East Asia and Latin America, lagged behind.

*Portfolio investment*

Debt securities have accounted for over half of portfolio flows in the '90s (two-thirds in 1996, with international bond issues comprising over 90 per cent of this). Meanwhile, portfolio equity flows exploded from $3.2 billion in 1990 (all figures are US$) to $45.7 billion in 1996 — due to improved regulation in developing countries and strong performance in their equity markets compared to developed countries.

High levels of direct investment by foreigners in developing country stock markets in 1994-96 accounted for three-quarters of the total portfolio equity investment, the balance being American and global depository receipts and privately placed cross-border issues. Direct investments were eased by links established by international brokerage houses with local equity markets. Depository receipts offer advantages to issuers (can tap a wider pool of otherwise reluctant or restricted investors) and to investors (convenient and liquid instrument, free of settlement risks and traded in a regulated environment).

Latin America and the Caribbean led in portfolio equity flows in the '90s, though it fell behind East Asia and the Pacific in 1995, after Mexico's crisis. In 1996, flows to Latin America and the Caribbean recovered (direct investments and depository receipts), to East Asia and the Pacific declined (lower depository receipts and private placements), and to Eastern Europe and Central Asia increased strongly (offerings by the Czech Republic, Poland and Russia). Flows to sub-Saharan Africa and South Asia went mainly to South Africa and India. (Patterns will have changed again in 1997).

Portfolio investment has been the most volatile component of external resource flows to developing countries in the '90s, and the destabilizing impact of surges in and out has been devastating for economies lacking the institutions and policies to cope. The international community must reconsider pressuring developing countries to rush into liberalization without the means to deal with acute market instability.

*Investment regimes and the MAI*

The attitude of most developing countries to FDI has shifted from hostility in the '50s (concern about outdated technology, poor working and environmental conditions, foreign exchange drain), to recognition in the '60s and '70s of benefits (if FDI was regulated and local producers were protected), to encouragement in the '80s and '90s.

Investors were often protected through bilateral guarantee arrangements. Liberalization in the '90s brought new laws, treaties and multilateral instruments to strengthen protection and ease entry of FDI; screening was relaxed, and most-favoured-nation (MFN) or sometimes national treatment was extended to foreign investors.

The World Bank reports that 58 countries enacted new investment laws in the '90s, while bilateral treaties have trebled to about 1200 (Anne Weston, *The MAI — What it Might Mean for Developing Countries*, North-South Institute Newsletter, vol. 2, no. 1, 1998). This proliferation led to calls for a global approach on investment rules — starting with three binding instruments (trade-related aspects of intellectual property, trade-related investment, trade in services) concluded with the World Trade Organization (WTO) Agreement in 1994, setting out principles of MFN/national treatment of investment.

MAI negotiations began in 1995 between the 29 OECD members (and 5 observer countries), seeking to harmonize the many treaties, ensure open markets and a non-discriminatory legal environment, and provide an enforceable dispute-settling mechanism. The multilateral approach was pursued in the OECD because, globally, its members account for 60 per cent of capital inflows and 85 per cent of outflows. Following OECD agreement, approval will be sought probably through the WTO, so that non-OECD countries can participate equally.

Many groups in Canada have criticized both the MAI process (for excluding developing countries) and content (difficult for countries to ensure investors will contribute to economic/social development, or to favour domestic firms). The need to list all exclusions to host-government obligations up front under the MAI is onerous, particularly for less-developed countries. Under the proposed framework, governments must limit their regulation of investment, but it appears that investors have no binding obligation to meet social, labour and environmental standards. Commitment to enforce agreed minimum standards is needed, and host governments should be able to introduce new, non-discriminatory measures to protect the environment.

The parliamentary sub-committee that held MAI hearings in late 1997 concluded that Canada should sign on, if the final text protects our culture, environment, labour standards, health, education and social services at federal and provincial levels — and that Canada should encourage accession to the agreed text by non-OECD countries. Differences remain among OECD members, especially between the European Union and the U.S., and the negotiation deadline of April 1998 was not met. The process was suspended for six months to enable governments to review the issues in dispute and map out the best way forward. One possibility is to continue the negotiations at the World Trade Organization (WTO) by setting in motion a more inclusive process and better communications on the issues, though this would necessarily take time.

## Managing flows

*Macroeconomic policies*

The Mexican and Asian financial crises spotlighted the need for sound macroeconomic policies to manage private capital flows. Most affected countries had good fundamentals in the pre-crisis decade: high economic and export growth, budgets in balance or surplus, low inflation and high rates of private savings. There were, however, some common policy failures:

- managed exchange rates defended by long-run high interest rates;
- large current account deficits coupled with export slowdown and lost competitiveness due to exchange rate policies;
- weak financial systems with inadequate regulation and supervision of institutions;
- excessive investment in construction and overexposure of financial institutions to overvalued property markets;
- foreign borrowing for domestic lending due to interest differential, in expectation of a stable exchange environment — leaving borrowings unhedged;
- more short-term debt than realized until the crisis hit;
- lack of a transparent governance structure in many private-sector financial and commercial institutions; and
- political interference in the management of the economy and policy-making.

Some of these problems arose from lack of policy leadership by Japan (the world's second largest economy), which allowed sharp increases in asset values in the '80s and failed to supervise its financial system. Credit growth was fuelled as the Nikkei Index soared to 39,915 in 1989 (as Japan permits equity to be used as collateral for bank lending); then it fell to about 15,500 (at present) and credit for business dried up. Bad loans were hidden as off-balance-sheet items. Investors attempting to price risk

lacked credible information — and the yen/dollar exchange rate fluctuated over the past three years, creating uncertainty in pricing exports from the affected countries.

These problems also made countries vulnerable to capital flight. Volatility — due to external conditions or investors' changing perceptions of performance and credit worthiness — has increased with the opening of stock markets to foreigners and the integration of financial systems with global markets. Stability attracts, and policy slippage (as in many Asian countries) repels, investors — many of whom are speculators seeking high returns. Market turmoil in Mexico and Asia further showed that financial crisis can spread to neighbours and other countries not linked economically but perceived to have similar problems.

Unguaranteed borrowing by state and private enterprises also increased many countries' external debt in the '90s, affecting the implementation of macroeconomic policies. Poor performance of such loans hinders government access to international capital, just as a government's weak macroeconomic performance can make it hard for enterprises to raise capital abroad without government guarantees.

In principle, companies (state or private) should manage their own risks. The government must make certain that enterprises do not expose themselves to foreign exchange risks that are not appropriately hedged, and ensure transparent public reporting of financial information so the activities of private firms can be assessed. It should not support strategic sectors financially (costly, though it has often worked). Overexposed companies should be allowed to go bankrupt, or be restructured.

*Financial systems*

Recent Asian experience shows that a weak financial sector can impede monetary policy and entail fiscal costs, if the government must help the sector through a crisis. Non-bank financial institutions (concentrating on consumer finance, leasing, property, etc.) gradually became important in Asia (also acting as brokerage and investment houses in Thailand). These activities, partly circumventing the banks' prudential norms, blurred distinctions.

In pre-crisis Indonesia, companies in good standing could avoid domestic interest rates of 18-20 per cent by borrowing U.S. dollars abroad at 6-8 per cent, so many did. A stable foreign exchange regime over several years caused complacency, and much of this debt was unhedged. Though the government regulated the total amount of PNG loans that companies could obtain, important aspects of loan operations went unmonitored.

*Corporate governance*

With developing countries liberalizing their economies, and private foreign capital flows increasing, the governance structure of the private sector has become more important. Globalization enables countries with high savings rates and low returns on investment to lend to countries with the opposite macroeconomic variables: this is the basic premise of cross-border investment. In the absence of a governance structure that keeps pace with liberalization, volatile flows will bring instability.

Poor corporate governance contributed to Asia's problems, shielding institutions from market disciplines of internal and external monitoring that would have been provided by *transparent financial reporting* of operations.

In Korea, each conglomerate (or chaebol) has formally independent but associated companies under its umbrella. These companies cross-guaranteed each other's loans without any requirement to assess the full impact on the group's financial standing. In Japan, as noted, major non-performing borrowings were shown as 'off balance sheet' liabilities. To tackle such problems, legislation is needed compelling banks, large companies and conglomerates to adopt internationally accepted accounting and audit standards requiring full consolidation and adequate disclosure, particularly when they operate globally. These reforms will require significant training.

Reforms in *the role and composition of corporate boards* and their accountability to minority shareholders are also needed. Boards have often been too large and made up of family members and senior executives; more professionals should be appointed. Directors must be accountable for negligence. Company law should set out their duties, and shareholders' recourse.

Staff — chosen for ability, integrity, and freedom from conflict of interest — should be judged ultimately on adherence to sound commercial practices. If larger social goals are to be promoted, as with state companies, this should be achieved through explicit subsidies from the budget, and other measures that do not interfere with sound business practices.

Financial institutions lending foreign funds to domestic borrowers face interest-rate, exchange-rate and asset-quality risks. Profitable opportunities encouraged banks to borrow abroad, increasing their exposure. Lending to domestic entities that do

not earn foreign exchange carries implicit risks; thus, limiting the banking system's intermediation of foreign capital could be an appropriate short-term response to *weak supervision and regulation of financial institutions by central banks*. The long-term solution is legislation giving central banks greater authority over banks and other financial institutions, along with assistance in building up their supervisory capacity.

Recent large failures of financial institutions suggest the need for *comprehensive internal control procedures and policies*. This requires clear responsibilities, explicit and transparent policies on lending and other financial decisions, comprehensive and internally consistent record-keeping systems, and internal audit and management control functions that are organizationally separate from the groups they oversee. Equally important are enforcement measures to ensure that the staff acts in the institution's interest, and does not engage in insider trading, disclose proprietary information, or approve loans other than on objective assessment of returns and risk.

Such reforms have been pursued by the donor community through private sector development, and financial sector reform loans extended by multilateral development banks, often with cofinancing from bilateral donors.

## The Asian experience

Asia's problems became apparent when foreign private capital fled in the second half of 1997, starting in Thailand, because of factors prevailing in the '90s, some of which began in the '80s:

- economic performance that attracted capital;
- changes in the external environment that first promoted capital flows, then reversed them in 1997;
- weakness in macroeconomic policies (including exchange-rate policy), financial systems, and other structures.

*Economic performance*

South East and East Asia enjoyed rapid growth of their economies (above 9 per cent annually, 1992-95) and trade, reflecting the outward orientation of the countries' growth strategies. Other indicators also suggested macroeconomic stability: moderate inflation, absence of fiscal imbalances (apart from the Philippines) and government surpluses from 1988 to 1996 in Thailand. However, countries (Thailand, Malaysia) began to record sizeable current account deficits due to shortfalls in private savings relative to investment opportunities. Net capital flows to the region grew rapidly, attracted by high returns — in contrast to Mexico's 1994-95 crisis, where inflows financed a boom in private consumption.

Absorption proved difficult. Funds had to be allocated for productive use through systems not adequately developed for effective financial intermediation. Variability of flows challenged financial systems and macroeconomic policy (especially on exchange rates) — more so with short-term flows (substantial in Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines and Thailand) than for FDI (dominant in countries such as China and Vietnam). Thailand, where short-term flows accounted for 7-10 per cent of GDP between 1994 and 1996, was highly vulnerable.

*External environment*

Weak economic performance in industrial countries led to monetary policies that generated excess liquidity and low interest rates, boosting stock markets in the U.S., and later elsewhere. This reduced asset yields and corporate earnings/equity ratios, causing investors to look at emerging markets with higher returns, diversification potential, and (perceived) lowering of risk premiums. Assets in the Asian markets were favoured after the crisis in Mexico.

Meanwhile, exchange-rate movements were affecting Asian competitiveness. Countries linked to the U.S. dollar became more trade competitive as the dollar weakened in 1994 and early '95, reaching a record low against the yen in the second quarter. They then lost this advantage as the dollar strengthened over the next two years, with an adverse impact on exports and growth. Growth in export markets also faltered in 1996, with a similar effect on growth of export revenues in dollar terms, particularly for China, Korea, Malaysia, Singapore and Thailand. This was due to sluggish growth in Europe and inventory reduction; a global glut in electronics (leading to a sharp fall in prices, affecting Korea, Malaysia and Singapore); and a slowdown in Asia as a whole, because of measures taken to cope with emerging problems.

*Macroeconomic management*

Weakness in macroeconomic management fuelled the crisis. Policies that maintained exchange-rate links to the U.S. dollar (except for Korea after 1996) led to difficulties. Growing current account deficits indicated that demand was putting pressure on resources — though inflation seemed low, it was higher than in major trading partners, further eroding competitiveness. These

were clear signals of asset price inflation, including the real estate and equity markets.

Apparent fiscal stability was affected by extra-budgetary and quasi-fiscal operations in such countries as Korea and Malaysia. A bigger source of demand pressure was rapid expansion of credit to the private sector in Indonesia, Malaysia, the Philippines and Thailand between 1992 and 1995 due to capital inflows (including directly into banks whose reserves, liquidity and foreign liabilities expanded). High domestic interest rates encouraged external borrowing, while exchange-rate policies seemed to ensure that currency depreciation would not exceed the interest rate differential.

Available responses included sterilization or control of capital inflows, fiscal consolidation, monetary tightening, and greater exchange-rate flexibility. Some of these were inappropriate for the countries' market-based policies; others were tried and found to be ineffective.

*Financial systems*

Structural weaknesses contributed to low-quality, excessive investment that made countries extremely vulnerable to what happened in 1997. Problems became evident then, belatedly, in the financial systems of Korea and Thailand, lack of transparency having delayed public realization of their magnitude (Hong Kong and Singapore, with strong financial systems, were able to control problems).

Financial institutions were regulated and supervised inadequately, and lacked the capacity to price and manage risk well. As countries liberalized, poor corporate governance and lax internal controls led to bad lending decisions, and sometimes corruption. Asset quality declined in 1996-97 when economies slowed down: financial policies tightened, real estate and equity markets fell, and eventually major currency depreciations put borrowers with uncovered foreign currency liabilities in great difficulty.

Korea's problems came mainly from weaknesses in its financial structure. Conglomerates became dependent on loans (provided or guaranteed by Korean financial institutions), not equity. The government requested or directed banks to lend to companies in trouble, make marginal loans to small and medium-sized industries, and carry out politically influenced lending. Regulations encouraged on-lending of international borrowing to the private sector. Many firms obtained large amounts of short-term loans, few of which were hedged.

Thailand's financial institutions suffered from heavy exposure to foreign borrowing to finance domestic activities. Banks also invested in non-bank financial institutions with large involvement in the property market. In Indonesia, too, currency mismatches made financial institutions vulnerable to declines in the domestic currency. Despite action to improve prudential standards, there have been concerns in the Philippines about asset quality because of rapid expansion in bank lending (generated by the surge in capital inflows in the '90s) and the banking system's exposure to the real estate market.

Of the four countries, Indonesia had the most elaborate arrangement to control PNG borrowing. Its ministerial-level Commercial Offshore Loan Team (COLT), appointed in 1991, was mandated to coordinate and set ceilings and priorities for external borrowings, and decide which companies could borrow, and when. There was no monitoring after authorization and other borrowings also went unmonitored, such as short-term foreign commercial loans and various forms of trade financing — so that the Bank of Indonesia lacked full information on the scale of external borrowings by the private sector. The Banks of Korea and Thailand had no monitoring system for PNG debt.

*Other structural problems*

In Indonesia, the influence of the political leadership (the ruling family and associates) on economic activity has caused great distortions, impeding efficiency and competitiveness. Tariff exemptions, funding for a national car and an aircraft plant, monopolies in cloves, sugar and wheat, and cartels in cement, paper and plywood are but a few examples of government largesse for a privileged group indulging in rent-seeking behaviour.

Lack of decisive political leadership has also created difficulties for countries affected by the crisis. Uncertainty following Thailand's November 1996 election delayed reforms. There and elsewhere, special interest groups were seen to wield power over public policy and budgets, slowing decisions and the pace of implementation.

Korea's industrial structure has been heavily influenced by government intervention, such as directed banking credits and subsidies. Decisions not made on market criteria have caused unproductive and excessive investments, with loans hidden in chaebol accounts.

In many countries, inadequate disclosure (about extra-budgetary and quasi-fiscal activities, directed loans, problem loans and

private sector debt) and lack of transparency in procurement and implementation (particularly concerning infrastructure projects and *ad hoc* tax incentives) have eroded public confidence.

**IMF programs**

By December 1997, Indonesia, Korea and Malaysia had begun carrying out stabilization and reform programs negotiated by the IMF but funded multinationally ($43, $57, and $17 billion respectively). All three programs raise interest rates substantially, to halt the downward spiral of currencies, and call for action to reform financial systems. Non-viable institutions are to close or restructure within a specified time; restructured companies are to follow internationally accepted accounting and disclosure practices (the Basle capital adequacy standards for banks).

The IMF requires all countries to make varying fiscal adjustments to cover the cost of financial restructuring (spread over several years) and achieve a sustainable balance of payments. No provision appears to have been made initially for expansionary fiscal programs to offset the anticipated slowdown in economic growth. It is also understood that all three countries agreed to liberalize their capital markets further.

Several criticisms have been levelled at the IMF programs. The first is that they bail out foreign creditors from their excessive lending. The G7 countries, especially the United States, wanted the IMF to lead the rescue, so this criticism is misdirected though the moral hazard argument remains.

Second, it is charged that the appropriate macroeconomic response has not been made. Fiscal adjustments seem too severe, as the problems come from the private sector. The IMF has probably not dealt with such a crisis before, where all the standard prescriptions may not be relevant — as recognized in Thailand, where the IMF revised its demand for a budget surplus this year, in view of the expected decline in growth. Such a requirement for a country that generated surpluses from 1988 to 1996 could be seen as unnecessary.

Third, IMF surveillance mechanisms seem slow to capture significant economic changes. The October 1997 *World Economic Outlook* forecast GDP growth of 6 per cent for Korea for 1997 and 1998, after the crisis had hit; a belated attempt at updating (an Interim Assessment in December) still said 6 per cent for 1997 and made no forecast for 1998. Perhaps the surveillance mandate needs review to make it more effective and set out a framework for countries that have no IMF programs but may require them.

Fourth, the IMF is secretive and unaccountable compared to multilateral development banks. World Bank adjustment operations are audited by a department that reports to the Board; IMF's evaluation department reports to senior management. Strengthening IMF governance is long overdue. A start has been made by posting Letters of Economic and Financial Policies agreed with governments on the IMF's web page.

Donor coordination, discussed for many decades, gained urgency in the crisis because the IMF — traditionally secretive about operations and information — was negotiating huge, quick loans for Korea, Indonesia and Thailand. All the international financial institutions were working with less information than country assistance strategies normally provide to back up loans and technical assistance. The World Bank lacked complete data on external debt when it approved (December 1997) a restructuring loan for Korea, which had stopped borrowing years earlier. The IMF did not share information on Korea with the World Bank and the Asian Development Bank, which made repeated, unsuccessful requests.

Though its currency and stock markets have declined, Malaysia (with less foreign debt and adequate reserves for 1998 payments on short-term debt) has not yet sought IMF support. Bank lending was severely curbed in December 1997, leaving many businesses short of funds — which will inevitably hit the property market and banks. The Central Bank is preparing to force bank mergers (though previous attempts, in better times, failed). Malaysia has curtailed spending and halted high-profile projects. It appears to be carrying out an IMF-type program. It will be interesting to see how this differs from IMF programs in the other affected Asian countries.

**Chile and Mexico**

*Chile's experience in regulating capital flows*

Chile should be studied for lessons in tackling Asia's present problems. Unlike other Latin American countries in the 1980s its crisis was created in the private sector, and it took action to stem short-term capital inflows. The fixed exchange rate had encouraged heavy borrowing in U.S. dollars. With peso devaluation, debt repayments faltered and the government bailed out the banks by taking over loans to foreign creditors. Assistance totalled about 20 per cent of GDP, setting off a major recession.

Several steps were taken by Chile. A 1986 banking law set strict operational guidelines, applied by an independent supervisor, that prohibit banks from holding shares in companies or other

banks, prevent build-up of currency mismatches in borrowing and lending, and establish firm provisioning requirements for loans. In addition, since 1991 foreign lenders must deposit 30 per cent of the loan amount with the central bank, which holds it for one year without interest. To reduce volatility this measure was extended to stock-market inflows; under another regulation, FDI requires central bank approval. Chile also adopted a strong macroeconomic framework that led to surpluses of 1-3 per cent of GDP. Monetary policy, under an independent central bank, responded quickly to signs of overheating. A flexible exchange-rate policy has kept the current account deficit in check.

The system may have flaws and be hard to replicate elsewhere, but one exportable lesson is that well-regulated banks are absolutely essential for financial stability. The regulations also encourage long-term rather than short-term capital. Statistics of outflows (not controlled) indicate that speculative inflows could still occur: high interest rates make loopholes profitable, and export advances or FDI can be used for short-term inflows. In addition, large companies with access to foreign capital have issued new shares or borrowed abroad. Policy-makers do not appear to be concerned about this because the banking system is not exposed, depositors' funds are safe, and the broad objective of dampening the volatility of short-term flows has been achieved.

*Mexico's crisis, and comparisons with Thailand*

Private capital inflows financed a boom in private consumption in Mexico, but private investment in Thailand. Both countries experienced a pre-crisis surge in private capital flows, a sharp increase in credit to the private sector, and concerns about sustainability of rising current account deficits and loss of competitiveness (exchange rates and inflation). The banking systems were weak, especially in Thailand (higher private sector external debt).

Thailand's investment rate rose steadily after 1983 (28 per cent of GDP 1983-89, 40 per cent in 1990 and onward). Domestic savings increased (32-36 per cent in the '90s) but the shortfall was financed by foreign capital, generating current account deficits of 5-9 per cent. Investment was both public (infrastructure) and private (industrial and real estate).

In Mexico, stabilization programs of 1987 and after aimed at reducing inflation (then 160 per cent). By 1993 it fell to single digits (first time in two decades). Real interest rates turned positive, and access to credit increased, unleashing private consumption — while private saving fell from about 20 per cent in 1988 to 13 in 1990 and 11 in 1994. Pre-crisis investment was only about 21 per cent of GDP (half Thailand's rate). Private sector spending widened the current account deficit from around 2.5 per cent of GDP in 1988-89 to 7 in 1994, financed (as in Thailand) by private inflows.

Growth of export demand, needed to sustain Thailand's increasing industrial capacity, faltered in 1996; a decline in inflated real estate (collateral for loans), along with sharp currency devaluation, hit commercial banks' balance sheets and their ability to repay foreign borrowings (some of which was channelled into property).

Mexico's crisis also affected its financial sector. Higher interest, devaluation, and economic slowdown (reducing borrowers' ability to repay loans) hurt banks' balance sheets — though asset values declined relatively little compared to Thailand, where the impact on the financial sector was more widespread and called for deeper restructuring.

**Lessons from recent experience**

Turmoil in Asia's financial markets will force reassessment of the speed at which countries should liberalize, and of policies to encourage private capital flows needed for economic development. Official capital has declined globally, and developing countries must rely increasingly on private resources. Thus we must examine Asian and Mexican experience to see how policy frameworks can be improved, to enable countries to cope with capital surges and encourage long-term foreign private capital.

Short-run factors that triggered the crisis in Mexico (December 1994) and Asia (1997) had similarities — large current account deficits, weak financial systems, links to the U.S. dollar with managed exchange rates, and indecisive policies — but there were also significant differences. Unlike Mexico, the Asian countries had high rates of savings and economic growth, along with a favourable global economic environment. Foreign capital was used to finance higher investment/GDP ratios, the contagion effect was more widespread, policy response weaker, and impact on the financial system deeper. Asia's high growth rates will enable rapid return to market access, under the same favourable conditions as earlier, if financial systems are strengthened decisively and quickly. Weaker policy responses will slow this recovery.

Several lessons can be learnt from the Asian experience — where the writing had long been on the wall, despite high growth rates. These are:

- Speedy, credible policy response is vital when investors lose confidence.
- Pressure on a currency can come not only from offshore speculators but from re-evaluation of risk by both domestic and foreign investors.
- High levels of PNG debt (largely short-term, and much of that unhedged) should not be accumulated.
- It is hard to cope with private capital surges through macroeconomic policies based on a nominal exchange-rate peg (recent experience shows the need for a flexible regime based on wide bands to discourage speculation).
- It is important to keep the current account deficit reasonable, and accumulated foreign liabilities in line with projected export performance.
- Lending booms (particularly for property) must be contained, and loan capital directed to productive investment or infrastructure.
- Financial systems must be strengthened, with institutions adequately capitalized, regulated and supervised.

Besides adopting specific policies, countries should consider whether capital account convertibility is wise, and — if so — move toward it at a speed matched with the establishment of the supporting policy framework. Mobilizing private capital for *development* should be top-priority. Aspects of financial deregulation that attract speculators, allowing them to destabilize financial systems by exploiting any policy weaknesses, must receive serious consideration by countries and the international financial community.

Financial deregulation enables countries with high savings and low returns on investment to lend to countries with the reverse, for mutual benefit — but a governance structure to help market systems function must keep pace with economic liberalization, or volatile flows will spark instability.

The main goal of financial liberalization is to enable countries to mobilize private capital needed for their development — not to help speculators juggle funds at will, destabilizing financial systems. The IMF and the international community would do a great disservice by pushing premature deregulation, before countries have a strong capacity to shape and implement policy, as well as the supporting market infrastructure to cope with volatile flows.

Countries should move cautiously to capital account convertibility. The market for current account transactions in developing countries is usually small, so capital surges can have a major impact on demand for foreign exchange. Unless such changes are absorbed by exchange rate movements, imbalances and distortions in the economy can deplete foreign exchange reserves, leading to a currency crisis — emphasizing again the need for sound macroeconomic policies as countries participate in the global integration of financial markets.

Another important issue is the role of the IMF and regional bodies in surveillance, and actions that should be taken in the absence of IMF programs, especially where there is danger of a contagion effect. Adequate, up-to-date warning indicators are needed to signal impending crises. Further work is needed on technical cooperation for banking and financial market development, and on cooperative financial arrangements (both at the regional level) that should be available to help countries in difficulty.

## For more information

Should you require further information on private capital flows and development, or any other subject related to international development, please contact IDIC Client Services at (819) 953-1035, or come to the 8th floor, 200 Promenade du Portage, Hull, Québec, K1A 0G4. The centre can put you in touch with a broad range of information sources on virtually any development issue. More information on CIDA and Canada's development cooperation is also available on the CIDA Home Page in Internet: http://www.acdi-cida.gc.ca

DEVELOPMENT EXPRESS is produced to contribute to CIDA's realization of knowledge-based and continuous learning objectives. Our intent is to facilitate learning by providing reader access to consolidated information from significant works on critical topics and issues.

This EXPRESS was written by Nihal Kappagoda. Comments from Cal MacWilliams and Donna Maher were greatly appreciated.

## Ideas, views or comments

If you have any ideas or views to share or comments to make concerning the subject matter of this article, please send an e-mail to the editor (express@acdi-cida.gc.ca)

**International Development Information Centre (IDIC)**
Acting Director: Mardi Weltman

**Development Express**
Editor/Manager: Ranjit Perera, Ph.D.

**Publishing**
The original article was summarized by Allan Thornley
Design and Layout: Allan du Manoir Communications
Translation: CIDA Translation Service
Printing: Canada Communication Group

**Centre d'information sur le développement international (CIDI)**
Directrice par intérim : Mardi Weltman

**Comité éditorial**
Rédacteur en chef/directeur : Ranjit Perera, Ph.D.

**Édition**
L'article d'origine a été résumé par Allan Thornley.
Conception graphique et mise en page : Allan du Manoir Communications
Traduction : Service de traduction de l'ACDI
Impression : Canada Communication Group

## Idées, vues ou commentaires

N'hésitez pas à communiquer vos idées, vos vues ou vos commentaires concernant le sujet traité dans ce numéro, en adressant un courrier au rédacteur en chef : express@acdi-cida.gc.ca

Le présent numéro a été rédigé par Nihal Kappagoda. Nous remercions chaleureusement Cal MacWilliams et Donna Maher pour leurs commentaires.

## Pour de plus amples renseignements

Si vous souhaitez obtenir de plus amples renseignements sur les flux de capitaux privés et le développement ou sur tout autre sujet touchant au développement international, vous pouvez téléphoner au Service à la clientèle du CIDI, au (819) 953-1035, ou encore vous rendre au 8e étage, 200, Promenade du Portage, Hull, Québec, K1A 0G4. Le centre peut vous faciliter l'accès à toute une gamme de sources d'information sur presque toutes les questions de développement. Vous pouvez également vous renseigner sur l'ACDI et les programmes canadiens de coopération au développement en visitant le site de l'ACDI sur Internet : http://www.acdi-cida.gc.ca

L'EXPRESS SUR LE DÉVELOPPEMENT entend favoriser l'acquisition d'une culture du savoir et d'apprentissage permanent au sein de l'ACDI. Le but visé est de faciliter l'apprentissage en offrant aux lecteurs une synthèse des renseignements contenus dans des travaux d'envergure portant sur des suiets et problèmes importants.

Centre d'information sur le développement international

# EXPRESS SUR LE DÉVELOPPEMENT

N° 1 1998

## Les flux de capitaux privés vers les pays en développement

**par Nihal Kappagoda***

Le rôle des capitaux privés étrangers dans les pays en développement s'est fortement accru ces dix dernières années, du fait du retour sur investissement élevé, de la diversification des risques, de la déréglementation financière, des progrès technologiques et de la disponibilité de différents instruments financiers, autant de facteurs qui favorisent la mondialisation des marchés financiers.

Les événements récents en Asie mettent en évidence le problème de la volatilité et posent de sérieuses questions sur l'opportunité et la rapidité de l'évolution des économies en développement et en transition vers la convertibilité totale des transactions de capital. Chaque fois qu'un événement majeur provoque l'instabilité (choc pétrolier en 1973, crise de la dette en 1982, effondrement des marchés boursiers en 1987, crise monétaire mexicaine en 1994-95), la communauté internationale propose des solutions et espère que les leçons du passé permettront de mieux gérer les causes d'instabilité à l'avenir. La crise asiatique a été provoquée par de nouveaux problèmes liés aux flux financiers privés et le retour à la normale pourrait prendre longtemps, peut-être même de 3 à 5 ans.

Ce document examine ces questions en :

- étudiant les évolutions des flux de ressources externes;
- examinant certains aspects liés aux négociations de l'Accord multilatéral sur les investissements (AMI); et
- analysant l'importance des politiques macro-économiques, de systèmes financiers solides et d'une direction saine des entreprises pour gérer les flux financiers privés.

Il passe en revue les problèmes en Asie (Indonésie, Corée, Thaïlande) et en Amérique Latine (Mexique, Chili) et examine le rôle du Fonds monétaire international (FMI), puis tire des enseignements pour les pays en développement qui comptent sur les capitaux privés pour compenser la diminution de l'aide.

### Investissements étrangers

La part des capitaux privés étrangers dans le total des flux de ressources nets vers les pays en développement est passée de 45 p. 100 en 1985 à 86 p. 100 en 1996. Ces capitaux appartiennent à trois catégories : la dette privée non garantie (PNG), l'investissement direct étranger (IDE, composé de fonds propres, de bénéfices réinvestis et de dettes intersociétés) et les placements en portefeuille (fonds propres et titres de créances). La part des capitaux propres dans l'IDE et les placements en portefeuille est passée de 17 p. 100 en 1985 à 55 p. 100 en 1996.

En 1996, les flux de capitaux nets privés ont complètement éclipsé les flux publics : avec environ 240 milliards de dollars, ils représentaient près de six fois les flux privés en 1990, et près de quatre fois le niveau le plus élevé des années 1978 à 1982, durant lesquelles les banques prêtaient sans compter.

Dans les années 90, la structure des flux vers les pays en développement a changé :

- Les flux privés étaient inférieurs aux flux publics en 1991, mais six fois supérieurs en 1996.
- Les flux d'endettement représentaient près de 90 p. 100 des capitaux privés en 1980, contre seulement 38 p. 100 en 1990 et 37 p. 100 en 1996.
- Les prêts des banques commerciales équivalaient aux deux tiers des flux d'endettement privés en 1980. Ils chutèrent en valeur absolue à la fin de la période de boom des prêts et ne dépassèrent le niveau de 1980 qu'en 1996 (39 p 100).
- La résurgence des flux d'endettement privés cette décennie est imputable aux émissions d'obligations (5 p. 100 en 1980, 14 p. 100 en 1990 et 52 p. 100 en 1996).

*English Overleaf*

* Ce numéro d'EXPRESS a été rédigé par Nihal Kappagoda. Les opinions exprimées dans ce numéro sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la politique de l'ACDI. Le contenu de ces circulaires d'information ne doit en aucun cas être perçu comme une modification ou une mise à jour des politiques en vigueur à l'Agence.

Agence canadienne de développement international | Canadian International Development Agency

# 2 EXPRESS SUR LE DÉVELOPPEMENT

- L'IDE, le principal poste des flux de capitaux privés depuis le boom des prêts, représentait 55 p. 100 du total en 1990 et 45 p. 100 en 1996.

- Les flux de capitaux placés dans des titres ont progressé, passant d'un peu plus de 10 p. 100 du total en 1992 à 29 p. 100 en 1993, pour revenir à 19 p. 100 en 1996 (bien qu'ils soient plus élevés en valeur absolue).

D'autres transformations importantes se sont produites pendant la dernière décennie. Les pays en développement bénéficiaient de 15 p. 100 des flux IDE totaux en 1990, mais de 40 p. 100 en 1996 (concentrés sur une vingtaine de pays), contre 2 p. 100 des flux de capitaux placés dans des titres en 1990, mais 30 p. 100 en 1996. En part des investissements nationaux, les flux privés ont progressé de 4 p. 100 en 1990 à 20 p. 100 en 1996; ils se sont de plus en plus concentrés sur le secteur privé et étaient principalement réunis sur les marchés des capitaux. Les statistiques pour 1997 révéleront de nouvelles évolutions significatives dans la structure des flux de capitaux privés.

*IDE*

L'investissement direct étranger est bénéfique au pays destinataire car il favorise la constitution du capital physique, le développement des ressources humaines, le savoir-faire et le commerce extérieur. Des effets multiplicateurs génèrent un lien positif entre IDE et croissance économique, renforcé lorsque l'environnement économique est favorable et que les investissements publics dans les infrastructures sociales et physiques sont adéquats. Ces retombées doivent être mesurées non seulement en termes de flux financiers, mais également de contribution à l'économie réelle grâce au développement des capacités et des technologies, aux exportations et à la croissance.

Dans les années 90, les fusions et acquisitions multinationales expliquent en grande partie l'augmentation de l'IDE total, mais les projets de privatisation ont canalisé l'IDE vers les pays en développement (surtout en Amérique latine), les investisseurs étant attirés par les projets d'infrastructures. La poursuite de la privatisation, qui se heurte aux réticences de nombreux pays, dépendra davantage de facteurs politiques et sociaux qu'économiques.

La répartition de l'IDE est inégale entre les régions et en leur propre sein. En 1996, l'Asie de l'Est et le Pacifique ont reçu 44 p. 100 de l'IDE et des placements en portefeuille dans les pays en développement, l'Amérique latine et les Caraïbes 31 p. 100, contre seulement 3 p. 100 pour l'Afrique sub-saharienne et 1 p. 100 pour le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord. Ensemble, la Chine, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande ont attiré 94 p. 100 de l'IDE total dans leur région, alors que le Mexique, le Brésil, l'Argentine et le Chili ont bénéficié de 62 p. 100. Les flux vers l'Europe de l'Est et l'Asie Centrale ont progressé en 1995 et en 1996 (notamment en Pologne et en Hongrie). D'autres régions dont les régimes d'investissement et les environnements politiques étaient moins favorables qu'en Asie de l'Est et en Amérique latine figurent loin derrière dans le classement.

*Placements en portefeuille*

Dans les années 90, les titres de créance représentaient plus de la moitié des flux de placements en portefeuille (les deux tiers en 1996, les émissions d'obligations internationales englobant plus de 90 p. 100 de ce chiffre). Depuis lors, les flux de capitaux en portefeuille ont connu une croissance fulgurante, passant de 3,2 milliards de dollars en 1990 (tous les chiffres sont en $US) à 45,7 milliards de dollars en 1996, grâce à l'assouplissement de la réglementation dans les pays en développement et aux bons résultats de leurs marchés boursiers par rapport à ceux des pays développés.

Entre 1994 et 1996, les niveaux élevés des investissements directs étrangers sur les marchés boursiers des pays en développement représentaient les trois quarts des investissements totaux en valeurs de portefeuille, le solde étant constitué de certificats américains et internationaux représentatifs d'actions étrangères et d'émissions transfrontalières privées. Les liens noués entre des sociétés de courtage internationales et les marchés boursiers locaux ont facilité les investissements directs. Les certificats représentatifs d'actions étrangères offrent des avantages aux émetteurs (possibilité de toucher un plus grand nombre d'investisseurs qui auraient été sinon réticents) comme aux investisseurs (instrument liquide et pratique, absence de risques de règlement et échanges dans un environnement réglementé).

Dans les années 90, l'Amérique latine et les Caraïbes venaient en tête des flux de placements en portefeuille, bien qu'elles aient été supplantées par l'Asie de l'Est et le Pacifique en 1995, après la crise mexicaine. En 1996, les flux vers l'Amérique latine et les Caraïbes ont repris (investissements directs et certificats d'actions étrangères), ceux vers l'Asie de l'Est et le Pacifique ont décliné (diminution des certificats d'actions étrangères et des placements privés), alors que ceux à destination d'Europe de l'Est et d'Asie Centrale ont fortement progressé (émissions par la République Tchèque, la Pologne et la Russie). Les flux vers l'Afrique sub-saharienne et l'Asie du Sud étaient concentrés sur l'Afrique du Sud et l'Inde (cette structure aura probablement changé en 1997).

Les placements en portefeuille étaient le composant le plus volatile des flux de ressources externes vers les pays en

développement dans les années 90, et l'effet déstabilisant des fluctuations brusques a bouleversé les économies dépourvues des institutions et des politiques nécessaires pour y faire face. La communauté internationale doit revoir sa politique d'accélération de la libéralisation dans les pays en développement qui ne disposent pas des moyens de faire face à une extrême instabilité du marché.

*Régimes d'investissement et AMI*

L'attitude de la plupart des pays en développement vis-à-vis de l'IDE est passée de l'hostilité dans les années 95 (inquiétudes quant à la technologie périmée, aux mauvaises conditions de travail et d'environnement, aux pertes sur les opérations de change) à la reconnaissance de ses avantages dans les années 60 et 70 (à condition de réglementer l'IDE et de protéger les producteurs locaux) et enfin à l'incitation dans les années 80 et 90.

Des accords bilatéraux de garantie ont souvent été conclus pour protéger les investisseurs. Dans les années 90, la libéralisation s'est accompagnée de nouveaux textes législatifs, traités et instruments multilatéraux visant à renforcer la protection et à faciliter la diffusion de l'IDE; les critères de sélection furent assouplis et la clause de la nation la plus favorisée (NPF) ou parfois même le traitement national fut accordé aux investisseurs étrangers.

La Banque Mondiale indique que 58 pays ont adopté de nouvelles législations sur l'investissement dans les années 90, alors que les traités bilatéraux ont été multipliés par trois pour atteindre environ 1200 (Anne Weston, *The MAI — What it Might Mean for Dereloping Countries*, North-South Institute Newsletter, vol. 2, n° 1, 1998). Face à cette explosion, une approche mondiale aux règles d'investissements s'avéra nécessaire. Elle débuta par l'adoption de trois instruments contraignants (aspects de la propriété intellectuelle liés aux échanges, investissements liés aux échanges et échanges de services) dans le cadre de l'Accord de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) en 1994, définissant les principes de la NPF/du traitement national de l'investissement.

Les négociations de l'AMI débutèrent en 1995 entre 29 pays membres de l'OCDE (et 5 pays observateurs). L'objectif était d'harmoniser les nombreux traités existants, d'assurer l'ouverture des marchés et un environnement juridique non discriminatoire, ainsi que de fournir un mécanisme applicable de règlement des différends. Cette approche multilatérale a pris pour cadre l'OCDE car ses membres représentent 60 p. 100 des entrées de capitaux et 85 p. 100 des sorties. Après l'accord de l'OCDE, la procédure devrait se poursuivre au sein de l'OMC afin d'assurer aux pays non membres de l'OCDE une égalité de traitement.

De nombreuses voix se sont élevées au Canada pour critiquer à la fois le processus de l'AMI (qui exclut les pays en développement) et son contenu (les pays n'ont pas la garantie que les investisseurs participeront au développement économique et social ou privilégieront les entreprises nationales). L'obligation prévue par l'AMI d'énumérer toutes les exceptions aux obligations des gouvernements hôtes est lourde à assumer, notamment pour les pays les moins développés. Dans le système proposé, les gouvernements doivent limiter leur réglementation de l'investissement, mais il s'avère que les investisseurs ne sont pas contraints de respecter des normes sociales, sur le travail et l'environnement. Un engagement en faveur de l'application d'exigences minimales convenues est impératif, et les gouvernements bénéficiaires doivent pouvoir adopter de nouvelles mesures non discriminatoires afin de protéger l'environnement.

Le sous-comité parlementaire qui a tenu des audiences sur l'AMI fin 1997 a conclu que le Canada doit y adhérer, à condition que le texte final protège sa culture, son environnement, ses normes du travail et ses services sociaux, de santé et d'éducation à l'échelon fédéral et provincial. Il estime également que le Canada doit favoriser l'adoption du texte final par les pays non membres de l'OCDE. Des différences subsistent entre les membres de l'OCDE, notamment entre l'Union européenne et les États-Unis, et le délai de négociation d'avril 1998 n'a pas été tenu. Le processus a été suspendu pendant six mois pour permettre aux gouvernements de revoir les questions litigieuses et de trouver le meilleur moyen de progresser. Une option envisagée est de poursuivre les négociations au sein de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) en engageant un processus plus inclusif et en améliorant la communication sur les problèmes, même si cela doit prendre du temps.

**Gestion des flux**

*Politiques macro-économiques*

Les crises financières au Mexique et en Asie ont mis en lumière la nécessité d'appliquer des politiques macro-économiques saines pour gérer les flux privés de capitaux. Pendant la décennie précédant la crise, les clignotants économiques étaient bons dans la plupart des pays touchés : croissance forte des activités et des exportations, budgets équilibrés ou excédentaires, inflation maîtrisée et niveau élevé de l'épargne privée. On constate toutefois un certain nombre d'erreurs communes :

- défense des taux de change en recourant à des taux d'intérêts à long terme élevés;

- déficits courants élevés, couplés au ralentissement des exportations et à la perte de compétitivité à cause des politiques de taux de change;
- faiblesse des systèmes financiers pénalisés par une réglementation inadaptée et un contrôle défaillant des institutions;
- investissements excessifs dans la construction et vulnérabilité des institutions financières aux marchés immobiliers surévalués;
- recours à l'emprunt étranger pour financer les prêts nationaux, du fait du différentiel d'intérêt, en misant sur un environnement d'échanges stable, avec pour conséquence des emprunts non couverts;
- des dettes à court terme plus importantes que prévu jusqu'à ce que la crise éclate;
- manque de transparence dans la structure de direction de nombreuses institutions financières et commerciales du secteur privé;
- ingérences politiques dans la gestion de l'économie et les décisions d'orientation.

Certains de ces problèmes résultent de l'effacement du Japon (la deuxième puissance économique mondiale) qui a toléré des augmentations en flèche de la valeur des actifs dans les années 80 et a négligé de superviser son système financier. La croissance du crédit a été alimentée par la flambée de l'indice Nikkei qui culmina à 39 915 en 1989 (époque où le Japon autorisait l'utilisation de fonds propres comme garantie pour les prêts bancaires); il a ensuite chuté à environ 15 500 (niveau actuel) et le crédit aux entreprises s'est tari. Les prêts irrécouvrables étaient dissimulés en éléments hors bilan. Les investisseurs qui tentaient d'évaluer les risques manquaient d'informations crédibles et le taux de change yen/dollar enregistra de fortes fluctuations lors des trois dernières années, générant des incertitudes sur les prix des exportations des pays touchés.

Ces problèmes ont également rendu ces pays vulnérables à l'évasion de capitaux. La volatilité, due à des facteurs externes ou aux changements d'avis des investisseurs sur les résultats et la solvabilité, s'est accrue avec l'ouverture des marchés boursiers aux étrangers et l'intégration des systèmes financiers dans les marchés mondiaux. La stabilité attire les investisseurs, alors que les dérapages politiques (dans de nombreux pays asiatiques) les repoussent, d'autant plus qu'il s'agit souvent de spéculateurs en quête de revenus élevés. La tempête sur les marchés au Mexique et en Asie a montré que la crise financière peut s'étendre aux pays voisins et à d'autres pays sans liens économiques mais connaissant des problèmes similaires.

Dans les années 90, les emprunts non garantis souscrits par des entreprises publiques et privées ont creusé la dette extérieure de nombreux pays, pénalisant la mise en œuvre de politiques macro-économiques. Les mauvais rendements de ces prêts empêchent les gouvernements d'accéder au capital international, de même que les mauvais résultats macro-économiques d'un gouvernement peuvent entraver l'accès des entreprises aux capitaux étrangers, en l'absence de garanties publiques.

En principe, les entreprises (publiques ou privées) doivent gérer leurs propres risques. Le gouvernement doit s'assurer que les entreprises ne s'exposent pas à des risques de change insuffisamment couverts et garantir une diffusion transparente des informations financières auprès du public, afin de pouvoir évaluer les activités des entreprises privées. Il ne doit pas soutenir financièrement des secteurs stratégiques (opérations coûteuses, même si elles sont souvent efficaces). Les entreprises trop vulnérables doivent pouvoir déposer leur bilan ou se restructurer.

*Systèmes financiers*

L'expérience récente en Asie montre qu'un secteur financier faible peut entraver la politique monétaire et engendrer des coûts fiscaux si le gouvernement est contraint de soutenir le secteur en cas de crise. Les institutions financières non bancaires (essentiellement présentes dans le financement de la consommation, le crédit-bail, l'immobilier, etc.) ont progressivement gagné en importance en Asie (elles font office de sociétés de courtage et d'investissement en Thaïlande). Ces activités, qui ignoraient parfois les règles de prudence des banques, ont brouillé les cartes.

En Indonésie, avant la crise, les entreprises en bonne santé pouvaient contourner les taux d'intérêt nationaux de 18 à 20 p. 100 en empruntant des dollars américains à l'étranger à un taux de 6 à 8 p. 100, et elles furent nombreuses à profiter de l'aubaine. Pendant plusieurs années, un régime de change stable favorisa la complaisance, et ces dettes étaient souvent non couvertes. Bien que le gouvernement ait plafonné la quantité totale de prêts PNG dont les entreprises pouvaient bénéficier, des pans entiers des opérations de prêt échappaient à tout contrôle.

*Direction d'entreprise*

La libéralisation des économies des pays en développement et l'afflux de capitaux privés étrangers ont accru l'importance de la direction des entreprises privées. La mondialisation permet aux

pays au taux d'épargne élevé et aux retours sur investissement faibles de prêter à des pays dans lesquels ces deux variables sont opposées : c'est la condition fondamentale des investissements transfrontaliers. En l'absence d'une structure de direction capable de suivre le rythme de la libéralisation, la volatilité des flux génère l'instabilité.

La mauvaise gestion des entreprises a aggravé les problèmes asiatiques, privant les institutions des dispositifs de contrôle interne et externe fournis par un *système transparent d'informations financières* sur les activités.

En Corée, chaque conglomérat (ou chaebol) encadre des entreprises indépendantes mais associées. Ces entreprises garantissaient mutuellement leurs prêts sans qu'il soit nécessaire d'évaluer toutes les répercussions sur la situation financière du groupe. Au Japon, comme nous l'avons expliqué, des grands emprunts non productifs étaient comptabilisés comme des engagements hors bilan. Pour résoudre ces problèmes, la législation doit contraindre les banques, les grandes entreprises et les conglomérats à adopter des normes comptables et d'audit reconnues au plan international, exigeant des pratiques adéquates de consolidation et de divulgation, notamment lorsqu'il exercent des activités au plan mondial. Ces réformes nécessiteront des efforts de formation importants.

Des réformes du *rôle et de la composition des conseils d'administration* et de leur responsabilité vis-à-vis des actionnaires minoritaires sont également nécessaires. Les conseils sont souvent trop grands et composés de membres de la famille et de cadres dirigeants. Il convient de nommer plus de professionnels. Les administrateurs doivent être tenus responsables en cas de négligence. Le droit des sociétés doit définir leurs obligations et les recours des actionnaires.

Les employés, recrutés pour leurs compétences, leur intégrité et leur indépendance vis-à-vis des conflits d'intérêts, doivent être jugés à terme sur leur respect de pratiques commerciales saines. Si l'on souhaite promouvoir des objectifs sociaux plus larges, comme c'est le cas avec les entreprises publiques, des subventions doivent être explicitement allouées et des pratiques compatibles avec une gestion saine doivent être retenues.

Les institutions financières qui prêtent des capitaux étrangers à des emprunteurs nationaux sont confrontées à un risque au plan des taux d'intérêt, des taux de change et de la qualité des actifs. Des opportunités attractives ont incité les banques à emprunter à l'étranger, aggravant leur vulnérabilité. Le prêt à des entités nationales qui ne détiennent pas de devises étrangères comporte des risques intrinsèques; limiter les fonctions d'intermédiation des banques pour le capital étranger pourrait donc être une réponse à court terme adéquate au *manque de supervision et de réglementation des institutions financières par les banques centrales*. La solution à long terme est l'adoption d'une législation qui conférerait aux banques centrales plus d'autorité sur les banques et les autres institutions financières, ainsi qu'une aide pour renforcer leur pouvoir de contrôle.

Les faillites retentissantes de grandes institutions financières attestent la nécessité de *procédures et de politiques détaillées de contrôle interne*. Cet impératif requiert de définir clairement les responsabilités, de mettre en œuvre des politiques transparentes pour les prêts et les autres décisions financières, d'instaurer des systèmes d'archivage exhaustifs et cohérents, ainsi que d'établir des fonctions d'audit interne et de contrôle de gestion séparées des groupes que ces institutions supervisent. Les mesures de mise en application sont tout aussi importantes pour garantir que les employés agissent dans l'intérêt de l'institution, ne se livrent pas à des délits d'initiés, ne divulguent pas d'informations confidentielles et n'autorisent pas de prêts sur la base de critères autres que l'évaluation objective des rendements et des risques.

Ces réformes sont appliquées par la communauté des donateurs grâce au développement du secteur privé et à l'octroi de crédits de réforme du secteur financier par les banques multilatérales de développement, souvent avec le cofinancement de donateurs bilatéraux.

## L'expérience asiatique

Les problèmes asiatiques apparurent au grand jour lorsque des fuites de capitaux étrangers se produisirent durant le second semestre de 1997, en commençant par la Thaïlande, à cause d'un certain nombre de facteurs qui ont prévalu dans les années 90 et dont certains remontent aux années 80 :

- des performances économiques qui ont attiré les capitaux;
- des transformations dans l'environnement externe qui ont dans un premier temps favorisé les flux de capitaux, avant de les faire fuir en 1997;
- des faiblesses dans les politiques macro-économiques (et dans la politique de taux de change), les systèmes financiers et d'autres structures.

*Performances économiques*

L'Asie du Sud-Est et de l'Est a connu une croissance rapide de ses économies (plus de 9 p. 100 par an entre 1992 et 1995) et de ses échanges, reflet de stratégies de croissance tournées vers l'extérieur. D'autres indicateurs plaidaient en faveur de la

stabilité macro-économique : inflation modérée, absence de déséquilibres budgétaires (hormis les Philippines), excédents publics de 1988 à 1996 en Thaïlande. Toutefois, certains pays (Thaïlande, Malaisie) commencèrent à enregistrer des déficits courants importants à cause de la diminution de l'épargne publique attirée par les opportunités d'investissement. Les flux nets de capitaux vers la région ont augmenté rapidement, favorisés par des rendements élevés, à la différence de la crise de 1994-1995 au Mexique, où les entrées de capitaux financèrent l'essor de la consommation privée.

L'absorption des capitaux s'avéra problématique. Ils devaient être affectés à un usage productif par des systèmes trop peu développés pour permettre une intermédiation financière efficace. La variabilité des flux perturbait les systèmes financiers et la politique macro-économique (surtout pour les taux de change), davantage avec les flux à court terme (importants en Indonésie, en Corée, en Malaisie, aux Philippines et en Thaïlande) qu'avec l'IDE (prépondérant dans des pays tels que la Chine et le Vietnam). La Thaïlande, où les flux à court terme représentaient de 7 à 10 p. 100 du PIB entre 1994 et 1996, était particulièrement vulnérable.

*Environnement externe*

La stagnation économique dans les pays industrialisés favorisa des politiques monétaires génératrices d'excédents de liquidités et de taux d'intérêt peu élevés, donnant un coup de fouet aux marchés boursiers américains, puis des autres pays. Cette politique réduisit les rendements des actifs et le ratio bénéfices/fonds propres des entreprises, incitant les investisseurs à se tourner vers les marchés émergents offrant des rendements plus élevés, un potentiel de diversification et une diminution (apparente) des risques. Les actifs des marchés asiatiques connurent la faveur des investisseurs après la crise mexicaine.

Pendant cette période, les variations de taux de change pénalisèrent la compétitivité asiatique. Les pays liés au dollar américain virent leur compétitivité dopée par la faiblesse du dollar en 1994 et début 1995, qui atteignit son cours le plus bas par rapport au yen au second trimestre. Avec la remontée du dollar les deux années suivantes, cet avantage disparut, entraînant des conséquences négatives sur les exportations et la croissance. La croissance sur les marchés à l'exportation fléchit également en 1996, avec des répercussions similaires sur les recettes à l'exportation en dollars, notamment pour la Chine, la Corée, la Malaisie, Singapour et la Thaïlande. Cette évolution résultait de la stagnation en Europe et de la réduction des stocks; de la récession mondiale dans le secteur de l'électronique (entraînant une chute spectaculaire des prix affectant la Corée, la Malaisie et Singapour); et d'un ralentissement dans toute l'Asie dû aux mesures prises pour faire face aux nouveaux problèmes.

*Gestion macro-économique*

Les faiblesses dans la gestion macro-économique ont aggravé la crise. Les politiques de couplage des taux de change avec le dollar américain (sauf pour la Corée après 1996) engendrèrent des difficultés. Avec l'augmentation des déficits courants, la pression exercée par la demande sur les ressources devint évidente. Bien qu'apparemment faible, l'inflation était supérieure à celle des principaux partenaires commerciaux, érodant un peu plus la compétitivité. Ces signaux annonçaient clairement une augmentation des prix des actifs, notamment de l'immobilier et des marchés boursiers.

Dans des pays tels que la Corée et la Malaisie, des opérations extrabudgétaires et quasi-fiscales ébranlèrent la stabilité budgétaire de surface. L'essor rapide du crédit au secteur privé en Indonésie, en Malaisie, aux Philippines et en Thaïlande entre 1992 et 1995 par suite des entrées de capitaux (injectés directement dans les banques dont les réserves, les liquidités et les dettes extérieures augmentèrent) accrut la pression sur la demande. Des taux d'intérêt nationaux élevés encouragèrent les emprunts à l'étranger, alors que les politiques de taux de change semblaient garantir que la dépréciation monétaire ne dépasserait pas le différentiel de taux d'intérêt.

Différentes réponses ont été apportées : interruption ou contrôle des entrées de capitaux, assainissement des finances publiques, resserrement de la politique monétaire et plus grande souplesse des taux de change. Certaines de ces mesures étaient inadaptées aux politiques de ces pays basées sur le marché; d'autres furent testées et s'avérèrent inefficaces.

*Systèmes financiers*

Des faiblesses structurelles ont aggravé les investissements pléthoriques et de mauvaise qualité qui ont rendu les pays extrêmement vulnérables aux événements de 1997. C'est trop tardivement que les problèmes apparurent au grand jour dans les systèmes financiers coréens et thaïlandais, le manque de transparence ayant retardé la prise de conscience générale de leur gravité (Hongkong et Singapour, dotés de systèmes financiers solides, ont pu maîtriser les problèmes).

Les institutions financières, mal réglementées et contrôlées, étaient incapables d'évaluer et de gérer efficacement les risques. Avec la libéralisation des pays, le laxisme des dirigeants d'entreprise et le manque de contrôles internes conduisirent à des

décisions de crédit malheureuses, et parfois à la corruption. En 1996 et 1997, la qualité des actifs se dégrada avec le ralentissement économique : les politiques financières devinrent plus sévères, les marchés immobiliers et boursiers chutèrent et la forte dépréciation monétaire mit les emprunteurs titulaires d'engagements non couverts en monnaie étrangère en très mauvaise posture.

Les problèmes de la Corée résultent principalement des faiblesses de sa structure financière. Les conglomérats sont progressivement devenus tributaires du crédit (octroyé ou garanti par les institutions financières coréennes), et non de capitaux propres. Le gouvernement demandait ou imposait aux banques de prêter à des entreprises en difficulté, d'octroyer des prêts marginaux aux petites et moyennes entreprises et de conditionner leur stratégie de prêt à des considérations politiques. Les réglementations favorisaient la rétrocession d'emprunts internationaux au secteur privé. De nombreuses entreprises obtinrent des prêts à court terme substantiels, dont la plupart n'étaient pas couverts.

Les institutions financières thaïlandaises ont pâti de leur grande dépendance des emprunts étrangers pour financer les activités nationales. Les banques ont également investi dans des établissements financiers non bancaires largement impliqués sur le marché immobilier. En Indonésie, les décalages monétaires ont rendu les institutions financières vulnérables à la baisse de la monnaie nationale. Malgré les mesures prises pour améliorer les critères de prudence, on s'est interrogé sur la qualité des actifs aux Philippines en raison de l'essor rapide des prêts bancaires (favorisés par l'afflux massif de capitaux dans les années 90) et l'exposition du système bancaire au marché de l'immobilier.

Des quatre pays, l'Indonésie disposait du mécanisme le plus élaboré pour contrôler les emprunts PNG. Sa cellule ministérielle baptisée « Équipe de gestion des prêts commerciaux étrangers » (COLT), instaurée en 1991, avait pour mission de coordonner et de définir des plafonds et des priorités en matière d'emprunts étrangers, et de décider des entreprises autorisées à emprunter et quand. Une fois l'autorisation accordée, aucun suivi n'était exercé. De même, d'autres emprunts échappaient à tout contrôle, à l'instar des prêts commerciaux étrangers à court terme et différentes formes de financement du commerce extérieur. C'est pourquoi la Bank of Indonesia ne détenait pas d'informations complètes sur l'ampleur des emprunts extérieurs souscrits par le secteur privé. Les banques centrales de Corée et de Thaïlande ne disposaient tout simplement d'aucun système de suivi des dettes PNG.

*Autres problèmes structurels*

En Indonésie, l'influence des dirigeants politiques (la famille au pouvoir et ses associés) sur l'activité économique a engendré de grandes distorsions, pénalisant l'efficacité et la compétitivité. Les exonérations de tarifs douaniers, le financement d'une usine de construction de voitures et d'avions de marque nationale, les monopoles dans le secteur du clou de girofle, du sucre et du blé, les cartels dans l'industrie du ciment, du papier et du contre-plaqué ne sont que quelques exemples des largesses du gouvernement en faveur de quelques privilégiés au comportement de rentiers.

Le manque de direction politique ferme a également entraîné des difficultés pour les pays touchés par la crise. L'incertitude à la suite des élections de novembre 1996 en Thaïlande a retardé les réformes. Là comme ailleurs, des groupes d'intérêt ont exercé leurs pressions sur la politique et les budgets publics, ralentissant les décisions et le rythme de mise en oeuvre.

Le secteur industriel coréen a été fortement influencé par les interventions gouvernementales qui dictaient les crédits bancaires et les subventions. Des décisions non basées sur des critères économiques ont entraîné des investissements pléthoriques et improductifs, avec des prêts dissimulés dans les comptes des chaebol.

Dans de nombreux pays, les pratiques inadéquates de divulgation d'informations (sur les activités extrabudgétaires et quasi-fiscales, les prêts imposés, les prêts douteux et l'endettement du secteur privé) et le manque de transparence dans la passation de marchés et la mise en application (notamment pour les projets d'infrastructures et les incitations fiscales *ad hoc*) ont érodé la confiance du public.

**Programmes du FMI**

En décembre 1997, l'Indonésie, la Corée et la Malaisie avaient engagé des programmes de stabilisation et de réforme négociés par le FMI mais soutenus par des financements multinationaux (respectivement 43, 57 et 17 milliards de dollars). Ces trois programmes imposent une augmentation substantielle des taux d'intérêt afin d'enrayer la chute des monnaies et exigent la réforme des systèmes financiers. Les institutions non viables doivent déposer leur bilan ou se restructurer dans un délai spécifique; les entreprises restructurées doivent adopter des pratiques comptables et de diffusion d'information reconnues au plan international (normes de Bâle en matière de suffisance en fonds propres pour les banques).

# 8 EXPRESS SUR LE DÉVELOPPEMENT

Le FMI demande à tous les pays de procéder à différents ajustements fiscaux afin de couvrir les coûts de la restructuration financière (étalée sur plusieurs années) et d'équilibrer la balance des paiements. Les programmes ne prévoient pas de politique budgétaire expansionniste destinée à compenser le ralentissement anticipé de la croissance économique. Les trois pays se sont également engagés à poursuivre la libéralisation de leurs marchés des capitaux.

Des voix se sont élevées pour critiquer les programmes du FMI. D'une part, ils sont accusés de renflouer les créanciers trop laxistes. Les pays du G7, notamment les États-Unis, voulaient que le FMI organise le sauvetage, aussi cette critique est-elle mal orientée, bien que l'argument du risque moral soit recevable.

D'autre part, certains prétendent que la réponse macro-économique n'est pas adaptée. Les mesures de redressement fiscal semblent trop sévères car les problèmes proviennent du secteur privé. Le FMI n'avait probablement jamais été confronté à une telle crise auparavant et les remèdes classiques ne sont pas forcément efficaces. Le FMI en a d'ailleurs pris acte en Thaïlande, où il a revu son exigence d'excédent budgétaire cette année compte tenu des prévisions de croissance en baisse. Une telle exigence pour un pays qui a dégagé des excédents de 1988 à 1996 était superflue.

Troisièmement, les mécanismes de surveillance du FMI perçoivent trop tardivement les transformations économiques significatives. Le numéro d'octobre 1997 des *Perspectives de l'économie mondiale* prévoyait une croissance du PIB de 6 p. 100 en Corée pour 1997 et 1998, alors que la crise avait déjà éclaté; une mise à jour tardive (une Évaluation intermédiaire en décembre) misait toujours sur 6 p. 100 de croissance en 1997 et s'abstenait de toute prévision pour 1998. Il faudrait peut-être revoir le système de surveillance pour le rendre plus efficace et mettre sur pied un cadre pour les pays non concernés par les programmes du FMI mais qui peuvent en avoir besoin.

Quatrièmement, le FMI ne pratique pas la transparence et la responsabilité comparé aux banques multilatérales de développement. Les opérations d'ajustement de la Banque Mondiale sont contrôlées par un service qui rend compte au Conseil; en revanche, le service d'évaluation du FMI rend compte devant la direction générale. L'amélioration des pratiques de gestion au sein du FMI est une vieille histoire. Une initiative en ce sens a été lancée en publiant sur la page web du FMI des Lettres sur la politique économique et financière décidée avec les gouvernements.

La coordination entre les donateurs, objet de discussions depuis des décennies, revêtit un caractère d'urgence pendant la crise car le FMI, traditionnellement discret sur ses opérations et avare d'informations, négociait en catastrophe des prêts élevés pour la Corée, l'Indonésie et la Thaïlande. Toutes les institutions financières internationales devaient se contenter de moins d'informations que celles normalement fournies par les stratégies d'assistance aux pays pour soutenir les prêts et l'assistance technique. La Banque Mondiale ne disposait pas de données exhaustives sur la dette extérieure lorsqu'elle approuva un prêt de restructuration pour la Corée (en décembre 1997), qui ne recourrait plus aux emprunts depuis des années. Le FMI n'a pas communiqué d'informations sur la Corée à la Banque Mondiale et à la Banque asiatique de développement, malgré des demandes aussi fréquentes qu'infructueuses.

Malgré la baisse de sa monnaie et de ses marchés boursiers, la Malaisie (avec une dette extérieure moins lourde et des réserves suffisantes pour les remboursements des dettes à court terme en 1998) n'a pas encore demandé le soutien du FMI. Les prêts bancaires furent brutalement freinés en décembre 1997, privant de financement de nombreuses entreprises, ce qui aura des répercussions inévitables sur le marché de l'immobilier et le secteur bancaire. La Banque centrale s'apprête à imposer des fusions entre banques (malgré l'échec de tentatives préalables dans un contexte plus favorable). La Malaisie a restreint ses dépenses et suspendu des projets de prestige. Elle semble mettre en œuvre un programme semblable à ceux du FMI. Il sera intéressant d'identifier les différences avec les programmes menés par le FMI dans d'autres pays d'Asie touchés par la crise.

**Chili et Mexique**

*L'expérience du Chili dans la réglementation des flux de capitaux*

La démarche du Chili est riche d'enseignements pour résoudre les problèmes asiatiques. À la différence d'autres pays d'Amérique latine dans les années 80, la crise au Chili a été déclenchée par le secteur privé et le pays a pris des mesures pour enrayer les entrées de capitaux à court terme. Le taux de change fixe avait favorisé le recours massif à l'emprunt en dollars américains. Avec la dévaluation du peso, les remboursements de la dette marquèrent le pas et le gouvernement renfloua les banques en rachetant les prêts aux créanciers étrangers. L'assistance totalisait 20 p. 100 du PIB, déclenchant une grave récession.

Plusieurs mesures furent alors prises. Une législation sur les banques datant de 1986 définit des principes opérationnels stricts appliqués par un superviseur indépendant qui interdisent aux

banques de détenir des participations dans des entreprises ou dans d'autres banques, empêchent les décalages de devises dans les emprunts et les prêts, et établit des règles strictes de provisionnement des prêts. Depuis 1991, les bailleurs de fonds étrangers doivent déposer 30 p. 100 du montant du prêt auprès de la banque centrale qui les conserve pendant un an sans intérêt. Pour réduire la volatilité, cette mesure fut étendue aux entrées de capitaux sur le marché boursier. Un autre règlement stipule que l'IDE nécessite l'autorisation de la banque centrale. Le Chili a ainsi bâti un cadre macro-économique solide qui généra des excédents de 1 à 3 p. 100 du PIB. La politique monétaire, placée sous l'égide de la banque centrale indépendante, a rapidement réagi aux signes de surchauffe. Une politique de taux de change flottants a permis de maîtriser le déficit courant.

Ce système est peut-être imparfait et difficile à reproduire, mais il montre qu'un dispositif efficace de réglementation des banques est absolument indispensable à la stabilité financière. Les réglementations favorisent également les capitaux à long terme plutôt que ceux à court terme. Les statistiques des sorties de fonds (non contrôlées) montrent que les investissements spéculatifs peuvent toujours se produire : les failles du système sont rentables dès lors que les taux d'intérêt sont élevés et les avances à l'exportation ou l'IDE peuvent servir à des placements à court terme. En outre, les grandes entreprises qui ont accès aux capitaux étrangers émettent de nouvelles actions ou empruntent à l'étranger. Les responsables politiques ne semblent pas s'en inquiéter car le système bancaire n'est pas vulnérable, les fonds des déposants sont sûrs et l'objectif de réduction de la volatilité des flux à court terme a été atteint.

*La crise mexicaine — comparaisons avec la Thaïlande*

Les entrées de capitaux privés ont financé l'essor de la consommation des ménages au Mexique et la croissance des investissements privés en Thaïlande. Dans ces deux pays, on constate des points communs avant la crise : augmentation des flux de capitaux privés, forte hausse du crédit au secteur privé et craintes quant aux conséquences de l'aggravation des déficits courants et de la perte de compétitivité (taux de change et inflation). Les systèmes bancaires étaient fragilisés, surtout en Thaïlande (dette extérieure du secteur privé plus élevée).

Le taux d'investissement en Thaïlande n'a cessé de croître après 1983 (28 p. 100 du PIB entre 1983 et 1989, 40 p. 100 à partir de 1990). L'épargne nationale a progressé (32 à 36 p. 100 dans les années 90), mais la différence était financée par des capitaux étrangers, générant des déficits courants de 5 à 9 p. 100. Les investissements étaient à la fois publics (infrastructures) et privés (industrie et immobilier).

Au Mexique, les programmes de stabilisation à partir de 1987 visaient à réduire l'inflation (alors de 160 p. 100). En 1993, elle n'était plus qu'à un chiffre (pour la première fois en deux décennies). Les taux d'intérêt réels devinrent positifs et l'accès au crédit progressa, dopant la consommation des ménages, alors que l'épargne privée régressa d'environ 20 p. 100 en 1988 à 13 p. 100 en 1990 et 11 p. 100 en 1994. Les investissements d'avant la crise équivalaient à seulement 21 p. 100 du PIB (la moitié du pourcentage de la Thaïlande). Les dépenses du secteur public creusèrent le déficit courant, qui passa d'environ 2,5 p. 100 du PIB en 1988-1989 à 7 p. 100 en 1994, financé (comme en Thaïlande) par les flux privés.

La hausse de la demande à l'exportation, indispensable pour soutenir la capacité industrielle croissante de la Thaïlande, faiblit en 1996. L'éclatement de la bulle immobilière (servant de garantie aux prêts), couplé à la forte dévaluation monétaire, frappèrent de plein fouet les bilans des banques commerciales et hypothéquèrent leur capacité à rembourser les emprunts étrangers (dont certains étaient investis dans l'immobilier).

La crise mexicaine s'est elle aussi répercutée sur le secteur financier. Les taux d'intérêt élevés, la dévaluation et le ralentissement économique (affectant la capacité des emprunteurs à rembourser leurs prêts) ont prélevé leur tribut sur les bilans des banques, bien que la valeur des actifs ait relativement peu diminué par rapport à la Thaïlande, où l'impact sur le secteur financier était plus global et exigeait une restructuration plus profonde.

**Enseignements de l'expérience récente**

La bourrasque sur les marchés financiers asiatiques contraindra à revoir le rythme de libéralisation de ces pays et les politiques d'encouragement des flux de capitaux privés nécessaires au développement économique. Les capitaux publics ont diminué et les pays en développement doivent compter de plus en plus sur les ressources privées. Nous devons donc examiner l'expérience asiatique et mexicaine pour déterminer comment améliorer le cadre d'action pour permettre aux pays d'exploiter l'afflux de capitaux et stimuler l'investissement à long terme de capitaux privés étrangers.

Les facteurs à court terme qui ont déclenché la crise au Mexique (décembre 1994) et en Asie (1997) étaient similaires : déficits courants élevés, systèmes financiers affaiblis, liens entre le dollar américain et des taux de change contrôlés, politiques indécises. Il existe toutefois des différences marquées. À la différence du Mexique, les pays asiatiques connaissaient un niveau d'épargne élevé et une croissance économique soutenue, ainsi qu'un environnement économique général favorable. Les capitaux

étrangers servaient à financer des ratios investissements/PIB élevés, le phénomène de contagion était plus généralisé, la réaction politique plus timide et l'impact sur le système financier plus profond. Les taux de croissance élevés en Asie permettront un retour rapide des capitaux, dans des conditions aussi favorables qu'avant la crise, à condition que les systèmes financiers soient renforcés rapidement et efficacement. Une réponse politique timorée ne pourra que ralentir la reprise.

Malgré les taux de croissance élevés, les faiblesses structurelles des économies étaient bien présentes. L'expérience asiatique révèle plusieurs enseignements :

- Une réaction politique rapide et convaincante est décisive lorsque les investisseurs perdent confiance.
- La pression monétaire peut résulter non seulement des spéculateurs étrangers, mais également de la réévaluation du risque par les investisseurs nationaux et étrangers.
- Il ne faut pas laisser se constituer un niveau élevé de dettes PNG (principalement à court terme et souvent non couvertes).
- Des politiques macro-économiques basées sur un taux de change nominal ont du mal à gérer les afflux de capitaux privés (l'expérience récente démontre la nécessité d'un régime souple prévoyant de larges marges de fluctuation pour décourager la spéculation).
- Il est important de limiter le déficit courant à un niveau raisonnable et de moduler les dettes extérieures cumulées en fonction des prévisions de résultats à l'exportation.
- Il faut contenir les flambées de prêt (notamment dans l'immobilier) et orienter les capitaux empruntés vers l'investissement productif ou les infrastructures.
- Les systèmes financiers doivent être renforcés grâce à des institutions dotées de capitaux adéquats, soigneusement gérées et contrôlées.

Parallèlement à l'adoption de politiques spécifiques, les pays doivent se demander si la convertibilité des comptes de capitaux est une bonne chose et, si oui, se diriger vers cet objectif à un rythme adapté à l'élaboration de politiques d'encadrement efficaces. La mobilisation de capitaux privés pour le *développement* doit être la priorité absolue. Les aspects de la déréglementation financière qui séduisent les spéculateurs, les conduisant à déstabiliser les systèmes financiers en exploitant les faiblesses politiques, doivent être traités rigoureusement par les pays et la communauté financière internationale.

La déréglementation financière permet aux pays ayant des taux d'épargne élevés mais de faibles rendements d'investissement de prêter à des pays dans lesquels ces paramètres sont inversés, pour leurs bénéfices mutuels. Cependant, une structure de direction facilitant le fonctionnement des marchés doit être en phase avec la libéralisation économique, sous peine que la volatilité des flux ne provoque l'instabilité.

La libéralisation financière a pour principal objectif de permettre aux pays de réunir les capitaux privés nécessaires à leur développement, et pas d'aider les spéculateurs à jongler avec les fonds selon leur bon plaisir, déstabilisant les systèmes financiers. Le FMI et la communauté internationale rendraient un bien mauvais service aux pays en développement en exigeant une déréglementation trop précoce, dès lors que ces pays ne disposent pas d'instruments puissants pour élaborer et mettre en œuvre une politique, ainsi que de l'infrastructure nécessaire pour aider les marchés à faire face à des flux volatils.

Les pays doivent s'engager avec prudence sur la voie de la convertibilité des comptes de capitaux. Le marché des transactions courantes dans les pays en développement est souvent réduit, aussi les variations de capitaux peuvent avoir des répercussions considérables sur la demande de monnaies étrangères. Si ces évolutions ne sont pas compensées par des mouvements de taux de change, des déséquilibres et des distorsions dans l'économie peuvent épuiser les réserves de change, conduisant à une crise monétaire. Ces risques soulignent la nécessité de politiques macro-économiques saines lorsque les pays participent à l'intégration mondiale des marchés financiers.

Une autre question importante est le rôle du FMI et des organismes régionaux en matière de surveillance et des actions à mettre en œuvre en l'absence de programmes du FMI, surtout face à des risques d'effet boule de neige. Des signaux d'avertissement précoces sont nécessaires pour détecter les crises imminentes. Il convient d'intensifier la coopération technique pour le développement des activités bancaires et des marchés financiers et de conclure des accords financiers basés sur le partenariat (tous deux à l'échelon régional) pour aider les pays en difficulté.

# 10 EXPRESS SUR LE DÉVELOPPEMENT

## Pour de plus amples renseignements

Si vous souhaitez obtenir de plus amples renseignements sur les flux de capitaux privés et le développement ou sur tout autre sujet touchant au développement international, vous pouvez téléphoner au Service à la clientèle du CIDI, au (819) 953-1035, ou encore vous rendre au 8e étage, 200, Promenade du Portage, Hull, Québec, K1A 0G4. Le centre peut vous faciliter l'accès à toute une gamme de sources d'information sur presque toutes les questions de développement. Vous pouvez également vous renseigner sur l'ACDI et les programmes canadiens de coopération au développement en visitant le site de l'ACDI sur Internet : http://www.acdi-cida.gc.ca

L'EXPRESS SUR LE DÉVELOPPEMENT entend favoriser l'acquisition d'une culture du savoir et d'apprentissage permanent au sein de l'ACDI. Le but visé est de faciliter l'apprentissage en offrant aux lecteurs une synthèse des renseignements contenus dans des travaux d'envergure portant sur des sujets et problèmes importants.

Le présent numéro a été rédigé par Nihal Kappagoda. Nous remercions chaleureusement Cal MacWilliams et Donna Maher pour leurs commentaires.

## Idées, vues ou commentaires

N'hésitez pas à communiquer vos idées, vos vues ou vos commentaires concernant le sujet traité dans ce numéro, en adressant un courrier au rédacteur en chef : express@acdi-cida.gc.ca

**Centre d'information sur le développement international (CIDI)**
Directrice par intérim : Mardi Weltman

**Comité éditorial**
Rédacteur en chef/directeur : Ranjit Perera, Ph.D.

**Édition**
L'article d'origine a été résumé par Allan Thornley.
Conception graphique et mise en page : Allan du Manoir Communications
Traduction : Service de traduction de l'ACDI
Impression : Canada Communication Group

**International Development Information Centre (IDIC)**
Acting Director: Mardi Weltman

**Development Express**
Editor/Manager: Ranjit Perera, Ph.D.

**Publishing**
The original article was summarized by Allan Thornley
Design and Layout: Allan du Manoir Communications
Translation: CIDA Translation Service
Printing: Canada Communication Group

## For more information

Should you require further information on private capital flows and development, or any other subject related to international development, please contact IDIC Client Services at (819) 953-1035, or come to the 8th floor, 200 Promenade du Portage, Hull, Québec, K1A 0G4. The centre can put you in touch with a broad range of information sources on virtually any development issue. More information on CIDA and Canada's development cooperation is also available on the CIDA Home Page in Internet: http://www.acdi-cida.gc.ca

DEVELOPMENT EXPRESS is produced to contribute to CIDA's realization of knowledge-based and continuous learning objectives. Our intent is to facilitate learning by providing reader access to consolidated information from significant works on critical topics and issues.

This EXPRESS was written by Nihal Kappagoda. Comments from Cal MacWilliams and Donna Maher were greatly appreciated.

## Ideas, views or comments

If you have any ideas or views to share or comments to make concerning the subject matter of this article, please send an e-mail to the editor (express@acdi-cida.gc.ca)